

KLAUS SCHLOTE
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 651
KSCHLOTE@SOLVENTIS.DE

ULF VAN LENGERICH
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 654
ULENGERICH@SOLVENTIS.DE

OLIVER LUCKENBACH
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 653
OLUCKENBACH@SOLVENTIS.DE

DENNIS WATZ
TEL.: +49 (0) 6131 – 48 60 652
DWATZ@SOLVENTIS.DE

euromicron AG Markt kauft Turnaround noch nicht

Kaufen (Kaufen)

Kursziel	14,90 € (14,90 €)
Kurs (04.04.2017)	7,30 €
ISIN	DE000A1K0300
Marktkapitalisierung	52,4 Mio. €
Anzahl Aktien	7,2 Mio.
Homepage	www.euromicron.de

Kerndaten und Prognosen

	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. €)	325,3	342	359	386
EBIT (Mio. €)	-2,3	3,4	9,0	13,5
EBIT-Marge	-0,7%	1,0%	2,5%	3,5%
EBITDA (Mio. €)	7,4	13,2	18,9	23,6
EBITDA-Marge	2,3%	3,9%	5,3%	6,1%
Ergebnis je Aktie (€)	-1,76	-0,18	0,34	0,79
Dividende je Aktie (€)	0,00	0,00	0,00	0,20
Buchwert je Aktie (€)	11,48	11,3	11,6	12,4
KGV	n.m.	n.m.	21,2	9,2
Kurs/Buchwert	0,51	0,65	0,63	0,59
EV/EBIT	-50,45	37,0	13,9	8,9
EV/EBITDA	15,47	9,6	6,6	5,1
EV/Umsatz	0,35	0,37	0,35	0,31
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%

Mit einem Umsatz in 2016 von 325,3 Mio. € (Vj. 344,9 Mio. €) wurde der angestrebte Korridor von 330 - 350 Mio. € knapp verfehlt, weil auf unprofitable Großprojekte verzichtet wurde. Dagegen wurde die operative EBITDA-Marge mit 4,0% am oberen Rand des Zielbereichs (2,0% bis 4,0%) berichtet. Insgesamt summierte sich der Verlust auf 12,5 Mio. €, wozu auch steuerliche Sondereffekte beitrugen. Die Reorganisation der euromicron braucht etwa 1 Jahr länger als ursprünglich erwartet. Für 2017 werden ein Umsatz von 330 Mio. € bis 350 Mio. € und eine operative EBITDA-Marge zwischen 4,0% und 5,0% geguided. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung für diesen Turnaround-Kandidaten mit Kursziel 14,90 €.

Auch 2016 war von der Neuausrichtung der euromicron auf das Internet of Things (IoT) mit den Zielmärkten Digitalisierte Gebäude, Industrie 4.0 und Kritische Infrastrukturen geprägt. 5% des um 5,9% auf 346 Mio. € gestiegenen Auftragseingangs entfielen 2016 bereits auf IoT-Projekte. Der Auftragsbestand wuchs per Ende 2016 um 19,2% auf 123,3 Mio. €. Der Schwung aus H2'2016 setzte sich im Q1'2017 fort, wie das Management auf der Analystenkonferenz Ende März mitteilte.

Neben dem Verkauf/der Einstellung nicht mehr strategiekonformer Beteiligungen/Produktbereiche, setzt euromicron im kleineren Umfang M&A ein, um sich gezielt in den Wachstumsfeldern zu stärken. Im Januar 2017 erwarb euromicron 75% der Koramis GmbH für 1,6 Mio. €, einen IT-Spezialisten für Cyber-Security im Kontext Kritischer Infrastrukturen. Koramis wird 2017 ~4 Mio. € zum Umsatz beitragen.

Nachdem die Reorganisationskosten das EBITDA 2016 mit 5,8 Mio. € (Vj. 6,9 Mo. €) belasteten, ist 2017 mit weiteren 2 bis 3 Mio. € zu rechnen. Davon entfällt ein Teil auf die Neustrukturierung der Konzernfinanzierung. Die aktuelle Vereinbarung läuft bis zum 31.03.2018. Die bestehenden Covenants sollten kein Problem darstellen. Außerdem belasten noch Verluste aus der Abrechnung von Altaufträgen.

Nach unserem angepassten und überarbeiteten DCF-Modell bleibt der faire Wert unverändert bei 14,90 €.



BITTE BEACHTEN SIE UNSEREN DISCLAIMER AB SEITE 9.

Reorganisationskosten und Sondereffekte prägen GuV

euromicron stellt bei der Darstellung der GuV auf die um Reorganisationskosten bereinigten Zahlen ab, siehe Tabelle Seite 3. Auf dieser Basis ist die Rohertragsmarge 2016 ggü. Vj. um 2,3 PP auf 52,5% zurückgegangen. Trotz des Umsatzrückgangs um 5,7% konnte die bereinigte EBITDA-Marge aber bei 4,0% gehalten werden. Damit wurde der obere Rand des angestrebten Korridors (2,0% - 4,0%) erreicht. Die bereinigte EBIT-Marge lag mit 1,4% auf Vorjahresniveau (1,3%). Aufgrund höherer Zinsaufwendungen ging die EBT-Marge ggü. Vj. um 0,2 PP auf -0,1% zurück. Dagegen liegt das bereinigte EPS 2016 mit -0,74 € deutlich unter den -0,01 € aus 2015. Aufgrund von Sondereffekten (Wertpapierleihegeschäfte aus den Jahren 2010-2012, Betriebsprüfung, aktive latente Steuern) ergab sich für 2016 keine Steuererstattung von ~2,3 Mio. € (Verlust 7,6 Mio. €), sondern ein Steueraufwand von 4,8 Mio. €.

Alles in allem lässt sich aus der bereinigten Darstellung ableiten, dass es euromicron – getreu der Maxime Profitabilität vor Umsatz – gelungen ist, trotz eines rückläufigen Umsatzes die Profitabilität auf EBITDA- und EBIT-Ebene zu halten. Nach vorne schauend geht der Prozess, Aufträge mit höheren Margen zu akquirieren, natürlich weiter. Dazu wird der Ausbau des IoT-Geschäfts mit den Zielmärkten Digitalisierte Gebäude, Industrie 4.0 und Kritische Infrastrukturen einen wesentlichen Beitrag leisten. Begleitet wird die Transformation von wieder steigenden Umsätzen.

Neuausrichtung der Konzernfinanzierung bis Ende 2017

Die **Nettofinanzverschuldung** stieg zum Ultimo 2016 auf 71,0 Mio. € (Vj. 55,8 Mio. €). Der Finanzierungsbedarf infolge der direkten Rückführung von Kundengeldern konnte nur zum Teil durch ein erhöhtes Factoring-Volumen ausgeglichen werden. Außerdem wurden Verbindlichkeiten aus L+L verstärkt über Skontonutzung reduziert. Das Steuerergebnis war mit 6,6 Mio. € belastet, davon waren 3,2 Mio. € zahlungswirksam.

Das Eigenkapital war 2016 um 14,7 Mio. € rückläufig bei einer um 26,3 Mio. € reduzierten Bilanzsumme. Entsprechend ging die **EK-Quote** nur um 2 Prozentpunkte auf 33,7% (Vj. 35,8%) zurück. Für 2017 erwarten wir einen Verlust von ~1,5 Mio. € bei einer höheren Bilanzsumme. Die EK-Quote sollte dann auf knapp 32% fallen, bevor sie 2018 wieder anzieht. Für eine Kapitalerhöhung gibt es u. E. derzeit keine Anhaltspunkte. Dennoch können wir uns Eigenkapitalmaßnahmen als Teil einer grundlegenden Neuausrichtung der Konzernfinanzierung vorstellen.

Kaum verändert sind die **Firmenwerte** mit 108,3 Mio. € (Vj. 108,2 Mio. €). Die Firmenwerte überstiegen das Eigenkapital Ende 2016 um 26,4 Mio. €. Trotz der weitgehend abgeschlossenen Reorganisation wurden auf die Firmenwerte keine Abschreibungen vorgenommen.

euromicon: Bereinigte Zahlen 2015 & 2016 (in Mio. €)

2016	Kosten		
	berichtet	Reorga- nisation	bereinigt
Umsatz	325,3	0,0	325,3
Materialaufwand	-171,5	-0,6	-170,9
Rohertragsmarge	52,7%		52,5%
EBITDA	7,4	-5,8	13,1
EBITDA-Marge	2,3%		4,0%
Abschreibungen	-9,6	-1,0	-8,7
Wertminderung Firmenwerte	0,0	0,0	0,0
EBIT	-2,3	-6,7	4,5
EBIT-Marge	-0,7%		1,4%
Zinserträge	0,2	0,0	0,2
Zinsaufwendungen	-5,4	-0,6	-4,8
Sonstige finanzielle Aufwendungen	-0,1	0,0	-0,1
EBT	-7,6	-7,3	-0,3
EBT-Marge	-2,3%		-0,1%
Steuern	-4,8	0,0	-4,8
EAT	-12,5	-7,3	-5,1
Aktionäre euromicon	-12,7	-7,3	-5,3
Anteile Dritter	0,2	0,0	0,2
EPS	-1,76	-1,02	-0,74

2015	Kosten		
	berichtet	Reorga- nisation	bereinigt
Umsatz	344,9	0,0	344,9
Materialaufwand	-189,9	-0,9	-189,0
Rohertragsmarge	55,1%		54,8%
EBITDA	6,9	-6,8	13,8
EBITDA-Marge	2,0%		4,0%
Abschreibungen	-10,2	-1,0	-9,2
Wertminderung Firmenwerte	-5,3	-5,3	0,0
EBIT	-8,6	-13,2	4,5
EBIT-Marge	-2,5%		1,3%
Zinserträge	0,1	0,0	0,1
Zinsaufwendungen	-3,8	0,0	-3,8
Sonstige finanzielle Aufwendungen	-0,3	0,0	-0,3
EBT	-12,7	-13,2	0,5
EBT-Marge	-3,7%		0,1%
Steuern	-0,4	0,0	-0,4
EAT	-13,1	-13,2	0,0
Aktionäre euromicon	-13,3	-13,2	-0,1
Anteile Dritter	0,1	0,0	0,1
EPS	-1,85	-1,84	-0,01

Das **Working Capital-Ratio** nach Factoring ging auf 11,8% (Vj. 17,8%) zurück und vor Factoring auf 22,5% (Vj. 23,7%). Der Rückgang vor Factoring entspricht 8,5 Mio. €. Die Gesellschaft hält 2017 einen weiteren Rückgang um 2 Prozentpunkte für möglich.

Der **Cashflow** aus laufender Geschäftstätigkeit belief sich auf -7,1 Mio. € (Vj. 4,5 Mio. €). Der um Factoring-Einflüsse (geänderte Praxis der Rückführung von Kundengeldern) bereinigte Cashflow wird von euromicron mit positiven 1,3 Mio. € (Vj. 4,4 Mio. €) angegeben. Spätestens ab 2018 erwarten wir infolge höherer Umsätze und Margen und dem Entfall von einmaligen liquiditätsbelastenden Vorgängen nachhaltig einen positiven free Cashflow. Für das Geschäftsjahr 2019 könnte erstmals wieder eine Dividende gezahlt werden.

Umsetzung der Strategie braucht ein Jahr länger

Die Reorganisationsmaßnahmen haben insbesondere bei der Neustrukturierung der euromicron Deutschland GmbH mehr Zeit in Anspruch genommen als vom Management ursprünglich erwartet. Daher hat sich die in einem Drei-Phasen-Modell fixierte **Strategie** von euromicron um ein Jahr verschoben. Bestandteil der Strategie für 2017 und 2018 ist die **Transformation** der euromicron zu einem Lösungsanbieter mit einem erheblichen Umsatzanteil aus dem IoT-Markt. Dazu zählt ein breites Angebot an Smart Services für alle strategischen Zielmärkte im IoT-Markt. Auf diese Weise verschafft sich euromicron Wettbewerbsvorteile. Kleinere Akquisitionen wie Koramis runden diese Vorgehensweise ab. Möglicherweise trennt man sich auch noch von weiteren Beteiligungen, sofern diese nicht mehr ins Bild passen. Mittelfristiges Ziel bis **2019** ist ein Umsatz von 400 Mio. € bei einer operativen EBITDA-Marge zwischen 8,0% und 11,0%. Der Smart Service-Anteil am Systemintegrationsumsatz soll dabei auf mehr als 10% steigen.

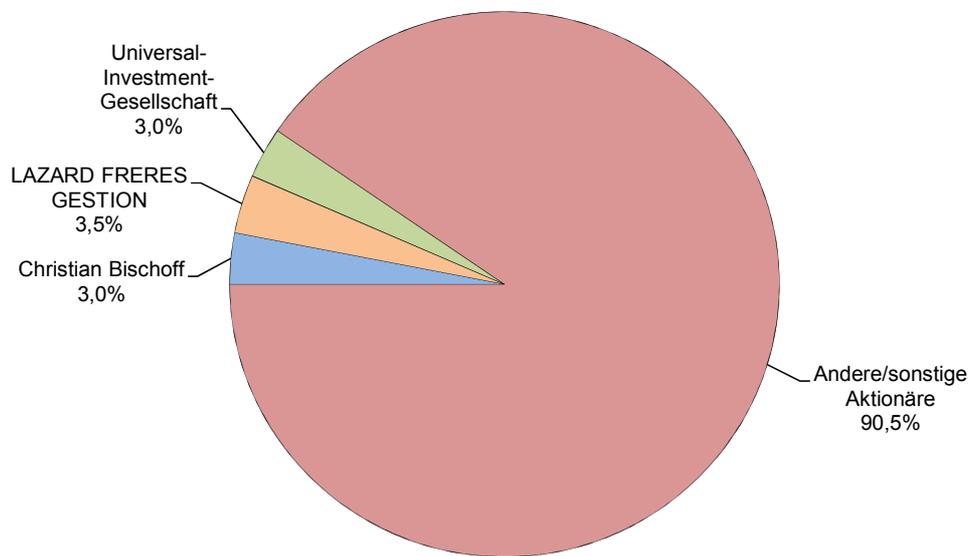
Markt kauft den kommenden Turnaround noch nicht

Wir haben unser **DCF-Modell** an den GB 2016 angepasst. Für 2017 unterstellen wir ein Umsatzplus von 5% bei einer EBITDA-Marge von 3,8%. Bereinigt um weitere 3 Mio. € Reorganisationskosten inkl. Neustrukturierung der Finanzen kommen wir auf eine operative EBITDA-Marge von 4,7%, was im Rahmen der Guidance der Gesellschaft liegt. Den free Cashflow sehen wir deutlich verbessert aber noch leicht negativ, bevor ab 2018 eine Phase positiver free Cashflows beginnen sollte. Für 2019 haben wir den Umsatz auf 386 Mio. € bei einer EBITDA-Marge von 6,1% gestellt. Damit bleiben wir unter den Projektionen des Managements. Unsere Annahmen für den TV sind in diesem Kontext ebenfalls vorsichtig gewählt: EBIT-Marge 5,0%, Reinvestment-Rate 22,0%, Beta 1,07, WACC 5,9%, ewige Wachstumsrate 1,0%. Im Ergebnis sehen wir den **fairen Wert je Aktie** unverändert bei 14,90 €.

FAZIT

Das Zahlenwerk 2016 ist – wie schon im Vorjahr – stark von Aufräumarbeiten und dem Umbau der Gesellschaft hin zu einem IoT-Anbieter mit den Zielmärkten Digitalisierte Gebäude, Industrie 4.0 und Kritische Infrastrukturen geprägt. Die Konzernfinanzierung muss 2017 neu strukturiert werden. Operativ muss sich zeigen, dass die Neuaufstellung funktioniert und euromicron Umsatz und Profitabilität steigern kann. Dabei sind 2017 noch keine großen Sprünge zu erwarten und wir rechnen mit einem verbesserten aber immer noch negativen Ergebnis. 2018 sollten dann free Cashflow und Ergebnis zeigen, dass der eingeschlagene Weg erfolgreich ist. Getrieben vom IoT-Markt erwarten wir stärkeres Wachstum ab 2019. Eine Kapitalerhöhung halten wir nicht für zwingend, sie könnte die Dinge aber beschleunigen. Nach unserem DCF-Modell sehen wir den fairen Wert der euromicron-Aktie unverändert bei 14,90 € und bestätigen unsere Kaufempfehlung.

euromicron: Aktionärsstruktur



Quelle: Solventis Research, euromicron

euromicron: Peer-Group-Vergleich

Ticker	Kurs in € 04.04.17	KGV 2015	KGV 2016e	KGV 2017e	EV/ EBITDA 2016e	EV/ EBITDA 2017e	EV/ EBIT 2016e	EV/ EBIT 2017e	EBIT- Marge 2016e	EBIT- Marge 2017e	Kurs/ Buchwert 2016e	Kurs/ Buchwert 2017e	EV/ Sales 2016e	EV/ Sales 2017e
Adva Optical Networking SE	10,21	23,7	14,3	11,2	5,5	4,5	11,7	8,7	6,2%	7,3%	1,9	1,7	0,7	0,6
Bechtie AG	101,15	20,5	18,5	16,9	10,2	9,1	12,0	10,6	4,9%	5,0%	2,8	2,5	0,6	0,5
HUBER+SUHNER AG	61,03	25,9	23,1	21,4	10,4	10,1	15,4	14,6	9,5%	9,8%	2,0	1,9	1,5	1,4
Legrand SA	56,22	24,0	22,7	21,1	13,1	12,1	15,2	14,0	19,5%	19,8%	3,4	3,2	3,0	2,8
QSC AG	1,59	-8,0	318,8	43,5	7,4	6,7	46,9	26,9	1,7%	2,9%	2,0	2,0	0,8	0,8
Durchschnitt (ungewichtet)		17,2	79,5	22,8	9,3	8,5	20,2	14,9	8,3%	8,9%	2,4	2,2	1,3	1,2
MEDIAN		23,7	22,7	21,1	10,2	9,1	15,2	14,0	6,2%	7,3%	2,0	2,0	0,8	0,8
euromicron AG	7,30	-4,0	6,8	6,9	6,3	4,7	12,6	7,8	2,7%	3,9%	0,5	0,5	0,3	0,3
Abweichung vom Median		-116,7%	-70,0%	-67,2%	-37,8%	-48,3%	-16,7%	-44,1%	-56,6%	-46,4%	-73,1%	-74,7%	-57,4%	-60,7%

Quelle: Solventis Research, euromicron

euromicron: GuV (in Tsd. €)

	2016	yoy	2017e	yoy	2018e	yoy	2019e	yoy
Umsatz	325.313	-5,7%	341.579	5,0%	358.658	5,0%	385.557	7,5%
Erh./Verm. un/fertige Erzeugnisse	-863	n.m.	-906	-5,0%	-951	-5,0%	-1.023	-7,5%
andere aktivierte Eigenleistungen	2.808	-4,6%	2.785	-0,8%	2.785	0,0%	2.785	0,0%
sonstige betriebliche Erträge	4.499	46,4%	4.083	-9,2%	3.689	-9,7%	3.572	-3,2%
Materialaufwand	171.506	-9,7%	180.081	5,0%	189.085	5,0%	203.267	7,5%
Rohergebnis nach GKV	160.251	-1,0%	167.459	4,5%	175.095	4,6%	187.624	7,2%
Personalaufwand	109.057	1,1%	114.510	5,0%	120.235	5,0%	129.253	7,5%
Abschreibungen	9.649	-5,8%	9.772	1,3%	9.970	2,0%	10.094	1,2%
sonstige betriebliche Aufwendungen	43.809	-7,0%	39.762	-9,2%	35.923	-9,7%	34.783	-3,2%
EBIT (vor Strukturaufwand)	-2.264	31,7%	3.416	n.m.	8.966	162,5%	13.494	50,5%
EBIT-Marge (vor Strukturaufwand)	-0,70%	0,3 pp	1,00%	1,7 pp	2,50%	1,5 pp	3,50%	1,0 pp
EBITDA	7.385	364,5%	13.188	78,6%	18.936	43,6%	23.588	24,6%
EBITDA-Marge	2,27%	1,8 pp	3,86%	1,6 pp	5,28%	1,4 pp	6,12%	0,8 pp
EBIT	-2.264	73,8%	3.416	n.m.	8.966	162,5%	13.494	50,5%
EBIT-Marge	-0,70%	1,8 pp	1,00%	1,7 pp	2,50%	1,5 pp	3,50%	1,0 pp
Sonstige finanzielle Aufwendungen	73	-78,0%	0	-100,0%	0	0,0%	0	0,0%
Zinserträge	152	130,3%	10	-93,5%	13	34,5%	16	23,0%
Zinsaufwand	5.439	43,5%	5.281	-2,9%	5.504	4,2%	5.504	0,0%
Finanzergebnis	-5.360	-32,1%	-5.271	1,7%	-5.491	-4,2%	-5.488	0,1%
Ergebnis v. Ertragssteuern (EBT)	-7.624	40,0%	-1.855	75,7%	3.476	n.m.	8.007	130,4%
EBT-Marge	-2,34%	1,3 pp	-0,54%	1,8 pp	0,97%	1,5 pp	2,08%	1,1 pp
Steuern	4.845	n.m.	-557	n.m.	1.043	n.m.	2.402	130,4%
Steuerquote	-63,55%	-60,2 pp	30,00%	93,5 pp	30,00%	0,0 pp	30,00%	0,0 pp
Ergebnis n. Steuern	-12.469	5,0%	-1.299	89,6%	2.433	n.m.	5.605	130,4%
Anteile Dritter	186	50,0%	19	-89,6%	-36	n.m.	-84	-130,4%
Konzernjahresüberschuss	-12.655	4,5%	-1.318	89,6%	2.469	n.m.	5.688	130,4%
Anzahl Aktien zum 04.04.17 (Mio.)	7,18	0,0%	7,18	0,0%	7,18	0,0%	7,18	0,0%
Ergebnis n. Steuern je Aktie (EUR)	-1,76	4,5%	-0,18	89,6%	0,34	n.m.	0,79	130,4%

Quelle: Solventis Research, euromicron

euromicron: Bilanz (in Tsd. €)

	2016	yoy	2017e	yoy	2018e	yoy	2019e	yoy
Aktiva								
Kassenbestand	6.844,00	-36,2%	11.955,25	74,7%	13.669,61	14,3%	18.089,94	32,3%
Forderungen Lieferungen und Leistungen	58.858,00	-27,1%	61.800,90	5,0%	64.890,95	5,0%	69.757,77	7,5%
Vorräte	28.381,00	-7,7%	29.800,05	5,0%	31.290,05	5,0%	33.636,81	7,5%
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	7.807,00	50,6%	7.807,00	0,0%	7.807,00	0,0%	7.807,00	0,0%
Steuerforderungen	765,00	-48,9%	1.138,00	48,8%	1.138,00	0,0%	1.138,00	0,0%
Summe Umlaufvermögen	102.655,00	-20,4%	112.501,20	9,6%	118.795,60	5,6%	130.429,51	9,8%
Sachanlagen	15.612,00	2,0%	15.840,05	1,5%	16.370,28	3,3%	17.276,62	5,5%
Immaterielle Vermögenswerte	16.371,00	-6,6%	16.371,00	0,0%	16.371,00	0,0%	16.371,00	0,0%
Firmenwerte	108.291,00	0,1%	108.291,00	0,0%	108.291,00	0,0%	108.291,00	0,0%
Finanzanlagen	499,00	-31,9%	499,00	0,0%	499,00	0,0%	499,00	0,0%
Latente Steuern	413,00	244,2%	413,00	0,0%	413,00	0,0%	413,00	0,0%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	32,00	-47,5%	32,00	0,0%	32,00	0,0%	32,00	0,0%
Summe Anlagevermögen	141.218,00	-0,5%	141.446,05	0,2%	141.976,28	0,4%	142.882,62	0,6%
Bilanzsumme	244.564,00	-9,7%	253.947,25	3,8%	260.771,88	2,7%	273.312,14	4,8%
Passiva								
Gezeichnetes Kapital	18.348,00	0,0%	18.348,00	0,0%	18.348,00	0,0%	18.348,00	0,0%
Kapitalrücklage	94.298,00	0,0%	94.298,00	0,0%	94.298,00	0,0%	94.298,00	0,0%
Gewinnrücklagen	-30.743,00	-92,0%	-32.061,06	-4,3%	-29.591,91	7,7%	-25.338,95	14,4%
Kumuliertes übriges comprehensive income	-5,00	-150,0%	-5,00	0,0%	-5,00	0,0%	1.430,28	n.m.
Eigenkapital ohne Anteile Fremdbesitz	81.898,00	-15,2%	80.579,94	-1,6%	83.049,09	3,1%	88.737,33	6,8%
Anteile in Fremdbesitz	461,00	14,1%	461,00	0,0%	461,00	0,0%	461,00	0,0%
Eigenkapital mit Anteilen in Fremdbesitz	82.359,00	-15,1%	81.040,94	-1,6%	83.510,09	3,0%	89.198,33	6,8%
Langfristige Schulden								
Pensionsrückstellungen	1.381,00	10,0%	1.394,81	1,0%	1.408,76	1,0%	1.422,85	1,0%
Übrige Rückstellungen	1.683,00	-6,6%	1.767,15	5,0%	1.855,51	5,0%	1.994,67	7,5%
Finanzverbindlichkeiten	39.301,00	81,3%	39.301,00	0,0%	39.301,00	0,0%	39.301,00	0,0%
Steuerverbindlichkeiten/Latente Steuern	5.670,00	1,1%	5.953,50	5,0%	6.251,18	5,0%	6.720,01	7,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	147,00	-77,8%	154,35	5,0%	162,07	5,0%	174,22	7,5%
Summe langfristige Schulden	48.182,00	55,4%	48.570,81	0,8%	48.978,51	0,8%	49.612,75	1,3%
Kurzfristige Schulden								
Übrige Rückstellungen	1.574,00	-24,4%	1.652,70	5,0%	1.735,34	5,0%	1.865,49	7,5%
Verbindlichkeiten Lieferungen und Leistungen	45.896,00	-5,3%	48.190,80	5,0%	50.600,34	5,0%	54.395,37	7,5%
Finanzverbindlichkeiten	38.509,00	-19,9%	45.379,69	17,8%	45.379,69	0,0%	45.379,69	0,0%
Steuerverbindlichkeiten	3.520,00	-50,7%	3.696,00	5,0%	3.880,80	5,0%	4.171,86	7,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	21.352,00	-39,7%	22.419,60	5,0%	23.540,58	5,0%	25.306,12	7,5%
Erhaltene Anzahlungen	2.854,00	68,9%	2.996,70	5,0%	3.146,54	5,0%	3.382,53	7,5%
Summe Kurzfristige Schulden	113.705,00	-20,4%	124.335,49	9,3%	128.283,28	3,2%	134.501,05	4,8%
Bilanzsumme	244.564,00	-9,7%	253.947,25	3,8%	260.771,88	2,7%	273.312,14	4,8%

Quelle: Solventis Research, euromicron

euromicron: DCF-Modell (Tsd. €)

	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	Terminal Value
Umsatz	325.313,0	341.578,7	358.657,6	385.556,9	393.268,0	
Veränderung in %	-5,7%	5,0%	5,0%	7,5%	2,0%	
EBITDA	7.385,0	13.187,7	18.936,2	23.588,1	27.914,6	
EBITDA-Marge	2,3%	3,9%	5,3%	6,1%	7,1%	
EBIT	-2.264,0	3.415,8	8.966,4	13.494,5	17.697,1	
EBIT-Marge	-0,7%	1,0%	2,5%	3,5%	4,5%	
NOPLAT	-3.702,8	2.391,1	6.276,5	9.446,1	12.387,9	14.039,7
Reinvestment Rate	638,9%	92,9%	43,0%	45,8%	18,3%	24,9%
FCFF	19.953,2	169,8	3.575,8	5.121,2	10.125,5	215.332,7
WACC	8,37%	5,57%	5,59%	5,63%	5,70%	5,90%
Kumuliertes WACC		105,57%	111,46%	117,74%	124,45%	131,79%
Barwerte der FCFF		160,8	3.208,0	4.349,6	8.136,2	163.392,4
Summe Barwerte FCFF	15.854,7					
Barwert Terminal Value	163.392,4					
in % des Unternehmenswertes	91,2%					
Wert des Unternehmens	179.247,0					
Netto-Finanzschulden	72.347,0					
Wert Verlustvortrag	0,0					
Minderheiten	0,0					
Beteiligungen	0,0					
Wert des Eigenkapitals	106.900,0					
Wert pro Aktie	14,90					

Quelle: Solventis Research, euromicron

Haftungserklärung (Disclaimer) und Pflichtangaben nach § 34b WpHG, Finanzanalyseverordnung und EU-Marktmissbrauchsverordnung (Verordnung EU Nr. 596/2014) einschließlich über mögliche Interessenkonflikte (Disclosures), Erstellerangaben und Aufsichtsbehörde

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

1. Haftungserklärung

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen. Die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar, Aktien zu erwerben. Diese Studie ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und Zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

Urheberrecht an der Studie wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

2. Pflichtangaben

a) Erstmalige Veröffentlichung: **05.04.2017**

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: **unregelmäßig**

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt/M.

d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten - im gesetzlich zulässigen Rahmen - zugänglich gemacht worden und ist danach nicht geändert worden.

f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen, soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

3. Disclosures

Weder die Solventis Beteiligungen GmbH, noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
3. betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
4. haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
5. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen.
6. sind im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet.
7. sind im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet.

4. Erstellung und Verbreitung

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis Beteiligungen GmbH

Sitz: Mainz; HRB 47135, Amtsgericht Mainz; Geschäftsführer: Joachim Schmitt, Klaus Schlote.

b) Ersteller

Klaus Schlote, CEFA-Analyst

5. Erläuterung der Anlageurteile

Erläuterung Anlageurteil Aktien:

- Kaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Gewinn von mindestens 10% aufweisen.
- Halten: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursgewinn und/oder einen absoluten Kursverlust von 10% nicht überschreiten.
- Verkaufen: Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 12 Monaten einen absoluten Kursverlust von mindestens 10% aufweisen.

Erläuterung Tendenzaussage – thematische Ausarbeitungen:

- Chancen/Gewinner/positiv: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft profitieren.
- Risiken/Verlierer/negativ: Bei der unterstellten Entwicklung wird nach unserer Einschätzung die Gesellschaft negativ betroffen.
- Neutral/ausgeglichen: Die unterstellte Entwicklung wird nach unserer Einschätzung auf die Gesellschaft keine nennenswerten Auswirkungen haben.

Eine etwaig angegebene Rankingplatzierung der Emittenten zeigt die relative Stärke der Auswirkung auf die verschiedenen Emittenten an, die die unterstellte Entwicklung nach unserer Einschätzung haben wird.

6. Sensitivität der Bewertungsparameter

Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode bestehen deutliche Risiken, dass das Kursziel/Tendenz nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck, bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten und bei der Angebotssituation für produktionsnotwendige Materialien, sowie der Nichteintritt der unterstellten Entwicklung. Solche Schwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, Veränderungen der Konjunktur, Rechts- und Währungskursänderungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

7. Wesentliche Informationsquellen

In- und ausländische Medien wie Informationsdienste (z.B. VWD, Thomson Reuters u. a.), Wirtschaftspressen (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, FAZ, Wallstreet Journal, Financial Times u. a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, das Internet sowie Veröffentlichungen, Angaben und Informationen der analysierten Emittenten.

8. Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Einzel-emittenten: Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u. a. DCF-Methode und Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Wert des Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinste Zahlungsströme, d.h. des Barwertes der zukünftigen Zahlungsströme des Emittenten, darstellt. Der Wert wird somit durch die erwarteten künftigen Zahlungsströme und durch den angewandten Diskontierungssatz bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältniskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinn-Verhältnis Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältniskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Thematische Ausarbeitungen: Es wird die Auswirkung bestimmter Entwicklungen (z.B. EU-Osterweiterung, steigende Strompreise) auf verschiedene Emittenten dadurch ermittelt, dass der veröffentlichte Geschäfts-, Ertrags-, Kosten- und Umsatzstruktur des Emittenten die unterstellte Entwicklung zugrunde gelegt wird.

9. Interne organisatorische und regulative Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten

Mitarbeiter der Solventis Beteiligungen GmbH, die mit der Erstellung und/oder Darbietung von Finanzanalysen befasst sind, unterliegen den internen Compliance-Regelungen. Die internen Compliance-Regelungen entsprechen den Vorschriften der Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 WpHG und den Rechtsakten der EU/ESMA auf Basis der Marktmissbrauchsverordnung.

Mit Annahme der Finanzanalyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.